



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年9月6日

机械

研究部

吴慧敏¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030004
wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055
zhangs2@cicc.com.cn

机械行业周报第25期

上半年业绩显著分化--工程机械半年报汇总

本周关注:

- 1) 工程机械公司上半年业绩汇总:** 1) **营业收入实现较高增长:** 受益于一季度销量的高增长和上半年房地产投资的稳定需求, 工程机械公司上半年营业收入普遍实现较高增长, 平均增速达到 45.3%, 龙头公司三一重工和中联重科收入增速高于行业平均; 2) **业绩明显分化, 龙头公司增长更强劲:** 七家上市公司净利润平均增长 40.5%, 但各公司表现显著分化, 龙头公司三一重工和中联重科同比增长 100% 以上, 而其它公司增速则相对较低; 3) **毛利率趋势分化, 龙头公司提升明显:** 三一重工和中联重科上半年毛利率分别同比提升 0.5 和 3.6 个百分点, 二季度环比一季度也有明显提升, 而其它公司毛利率则普遍呈同比下降趋势; 4) **三项费用率同比下降, 二季度环比上升:** 其中三一重工、中联重科、柳工等费用率同比均有明显下降, 但二季度较一季度环比有所上升, 主要源于二季度收入增速相对较低; 5) **应收账款和经营现金流状况有所改善:** 虽然上半年应收账款余额较年初增幅较大, 经营现金流也多数为负, 但 2Q11 单季度看, 期末应收账款余额较一季度末并未大幅增长, 部分公司还出现下降, 同时各公司 2Q11 单季度经营现金流普遍转正, 表明经历行业高增长后, 各公司普遍加强风险控制, 经营逐步趋于稳健; 6) **往前看,** 我们认为, 工程机械将逐渐进入“大而强”的时代, 龙头公司盈利更为扎实, 而细分行业龙头将面临更大的竞争, 毛利率也会存在一定压力;
- 2) 叉车和平地机 7 月份销售数据:** 1) **叉车** 7 月份销量同比增长 33.6%, 增速较 6 月份下降 7.7 个百分点, 1-7 月累计销量同比增长 43.8%, 较 1-6 月增速下降 1.8 个百分点; 2) **平地机** 7 月份销量同比下降 3.9%, 增速较 6 月份下降 29.7 个百分点, 1-7 月累计销量同比增长 21.8%, 较 1-6 月增速下降 3.4 个百分点。

投资建议:

工程机械 2011 年平均 PE 估值为 11.2 倍, 我们仍维持全年 15% 以上增长的判断, 建议投资者逢低介入业绩有保障、资金实力雄厚、综合竞争力较强的行业龙头公司; 轨道交通装备板块 2011 年平均 PE 估值为 11.3 倍, 行业发展面临不确定性, 建议投资者等待形势明朗后再做判断; 煤炭机械 A 股郑煤机 2011 年 PE 估值为 17.1 倍, 建议逢低介入, H 股三一国际和国际煤机 2011 年 PE 分别为 21.1 和 16.9 倍, 建议继续持有。

上周回顾:

公司层面: 中联重科发布半年度业绩, 2011 年上半年实现营业收入 241.5 亿元, 同比增长 50.1%, 归属母公司净利润 46.3 亿元, 同比增长 110.1%, 对应每股收益 0.60 元;

三一重工公告, 香港联交所已经举行上市聆讯, 审议公司发行境外上市外资股并在香港联交所主板上市的应用。同时, 公司将于 2011 年 9 月 5 日在香港联交所网站刊登本次 H 股发行的网上预览资料集;

资本市场: 上周 A 股机械板块普遍下跌, 上证指数下跌 3.8%, 工程机械安徽合力、三一重工、中联重科、山河智能、柳工分别下跌 1.3%、1.9%、3.4%、5.8% 和 8.2%; 煤炭机械郑煤机下跌 5.4%; 轨道交通装备中国南车和中国北车分别下跌 6.6% 和 5.7%; H 股恒生国企指数下跌 2.0%, 三一国际大幅上涨 11.3%, 中联重科上涨 3.2%, 国际煤机、中国南车和第一拖拉机分别下跌 0.3%、6.0% 和 10.3%。

风险提示:

宏观调控及货币紧缩政策超出预期; 钢材价格上涨影响毛利率水平; 融资销售等信用风险加大。

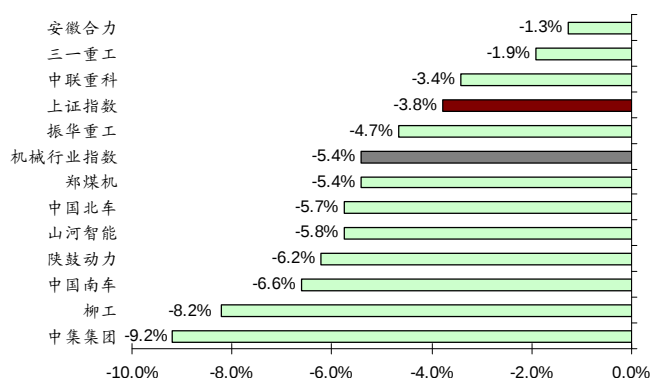
¹ 报告贡献人: 张生明(zhangsm3@cicc.com.cn)

上周公司公告

【**中联重科**】8 月 31 日发布半年度业绩，2011 年上半年实现营业收入 241.5 亿元，同比增长 50.1%，归属母公司净利润 46.3 亿元，同比增长 110.1%，对应每股收益 0.60 元。

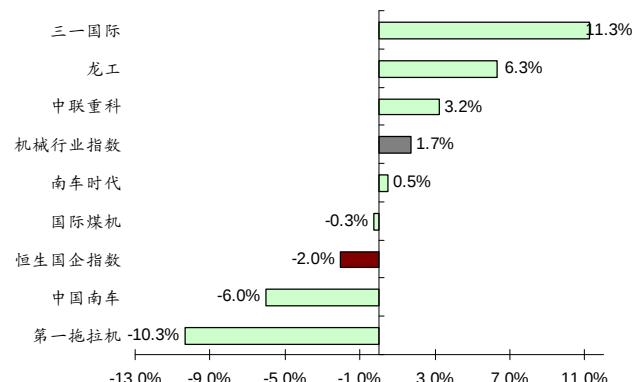
【**三一重工**】9 月 5 日公告，香港联合交易所有限公司上市委员会于 2011 年 9 月 1 日举行上市聆讯，审议公司发行不超过 1,541,075,658 股境外上市外资股（含超额配售 201,009,869 股）并在香港联交所主板上市的申请。同时，公司将于 2011 年 9 月 5 日在香港联交所网站刊登本次 H 股发行的网上预览资料集。

图表 1：A 股机械公司一周表现（08.29-09.05）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：H 股机械公司一周表现（08.29-09.05）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

本周重点关注：

- 工程机械公司上半年业绩汇总：**
 - 营业收入实现较高增长：**受益于一季度销量的高增长和上半年房地产投资的稳定需求，工程机械公司上半年营业收入普遍实现较高增长，平均增速达到 45.3%，龙头公司三一重工和中联重科收入增速高于行业平均；
 - 业绩明显分化，龙头公司增长更强劲：**七家上市公司净利润平均增长 40.5%，但各公司表现显著分化，龙头公司三一重工和中联重科同比增长 100%以上，而其它公司增速则相对较低；
 - 毛利率趋势分化，龙头公司提升明显：**三一重工和中联重科上半年毛利率分别同比提升 0.5 和 3.6 个百分点，二季度环比一季度也有明显提升，而其它公司毛利率则普遍呈下降趋势；
 - 三项费用率同比下降，二季度环比上升：**其中三一重工、中联重科、柳工等费用率同比均有明显下降，但二季度较一季度环比有所上升，主要源于二季度收入增速相对较低；但厦工股份、安徽合力、山河智能等二季度费用率环比有所下降；
 - 应收账款和经营现金流状况有所改善：**虽然上半年应收账款余额较年初增幅较大，经营现金流也多数为负，但 2Q11 单季度看，期末应收账款余额较一季度末并未大幅增长，部分公司还出现下降，同时各公司 2Q11 单季度经营现金流普遍转正，表明经历行业高增长后，各公司普遍加强风险控制，经营逐步趋于稳健；
 - 往前看，**我们认为，工程机械将逐渐进入“大而强”的时代，龙头公司盈利更为扎实，而细分行业龙头将面临更大的竞争，毛利率也会存在一定压力；

图表 3：营业收入实现较高增长

营业收入（百万元）	股票代码	1H10	1H11	YoY %	1Q11	2Q11	QoQ %
三一重工	600031.CH	16,946	30,363	79.2%	13,988	16,375	17.1%
中联重科	000157.CH	16,089	24,148	50.1%	10,735	13,413	24.9%
柳工	000528.CH	8,158	10,791	32.3%	5,937	4,854	-18.2%
山推股份	000680.CH	6,886	9,249	34.3%	4,836	4,413	-8.8%
厦工股份	600815.CH	5,006	7,137	42.6%	3,618	3,519	-2.7%
安徽合力	600761.CH	2,345	3,330	42.0%	1,484	1,846	24.4%
山河智能	002097.CH	1,454	1,989	36.8%	837	1,152	37.6%
平均值				45.3%			10.6%
中值				42.0%			17.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：业绩增长分化，龙头公司增长更强劲

净利润（百万元）	股票代码	1H10	1H11	YoY %	1Q11	2Q11	QoQ%
三一重工	600031.CH	2,875	5,939	106.6%	2,663	3,276	23.0%
中联重科	000157.CH	2,202	4,628	110.1%	2,024	2,604	28.7%
柳工	000528.CH	918	1,094	19.2%	610	484	-20.6%
山推股份	000680.CH	494	500	1.3%	314	186	-40.9%
厦工股份	600815.CH	416	465	11.8%	251	214	-14.8%
安徽合力	600761.CH	184	211	14.1%	88	123	39.8%
山河智能	002097.CH	134	161	20.1%	67	94	39.2%
平均值				40.5%			7.8%
中值				19.2%			23.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：各公司上半年每股收益情况

每股收益（元）	股票代码	1H10	1H11	YoY %	1Q11	2Q11	QoQ%
三一重工	600031.CH	0.38	0.78	106.6%	0.35	0.43	23.0%
中联重科	000157.CH	0.29	0.60	110.1%	0.26	0.34	28.7%
柳工	000528.CH	0.82	0.97	19.2%	0.54	0.43	-20.6%
山推股份	000680.CH	0.65	0.66	1.3%	0.41	0.24	-40.9%
厦工股份	600815.CH	0.53	0.60	11.8%	0.32	0.27	-14.8%
安徽合力	600761.CH	0.43	0.49	14.1%	0.20	0.29	39.8%
山河智能	002097.CH	0.32	0.38	20.1%	0.16	0.22	39.2%
平均值				40.5%			7.8%
中值				19.2%			23.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：毛利率趋势分化，龙头公司提升明显

毛利率	股票代码	1H10	1H11	YoY change	1Q11	2Q11	QoQ change
三一重工	600031.CH	37.6%	38.1%	0.5%	37.5%	38.7%	1.2%
中联重科	000157.CH	28.9%	32.5%	3.6%	31.5%	33.4%	1.8%
柳工	000528.CH	23.3%	19.9%	-3.4%	20.6%	19.0%	-1.6%
山推股份	000680.CH	13.7%	15.2%	1.5%	14.8%	15.5%	0.7%
厦工股份	600815.CH	21.2%	17.6%	-3.5%	19.3%	15.9%	-3.5%
安徽合力	600761.CH	20.2%	17.4%	-2.8%	17.4%	17.4%	0.0%
山河智能	002097.CH	25.9%	24.8%	-1.1%	26.1%	23.8%	-2.3%
平均值				-0.7%			-0.5%
中值				-1.1%			0.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：费用率同比下降，环比上升，龙头公司经营效率同比改善明显

三项费用率	股票代码	1H10	1H11	YoY change	1Q11	2Q11	QoQ change
三一重工	600031.CH	14.5%	12.8%	-1.8%	11.9%	13.5%	1.5%
中联重科	000157.CH	11.0%	8.6%	-2.4%	7.7%	9.3%	1.6%
柳工	000528.CH	8.6%	7.5%	-1.1%	6.7%	8.6%	1.9%
山推股份	000680.CH	5.9%	6.9%	1.0%	5.9%	8.1%	2.2%
厦工股份	600815.CH	10.4%	9.7%	-0.6%	10.3%	9.1%	-1.1%
安徽合力	600761.CH	9.3%	8.5%	-0.8%	9.2%	8.0%	-1.2%
山河智能	002097.CH	12.8%	15.2%	2.4%	15.7%	14.9%	-0.8%
平均值				-0.5%			0.6%
中值				-0.8%			1.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 应收账款余额较一季度末有所减少

应收账款余额 (百万元)	股票代码	2010.12.31	2011.03.31	2011.06.30	比年初增长	比一季度末增长
三一重工	600031.CH	5,728	13,240	13,355	133.2%	0.9%
中联重科	000157.CH	6,947	11,115	11,777	69.5%	6.0%
柳工	000528.CH	1,403	3,406	2,397	70.8%	-29.6%
山推股份	000680.CH	1,447	2,688	2,197	51.8%	-18.3%
厦工股份	600815.CH	1,755	4,046	3,651	108.1%	-9.8%
安徽合力	600761.CH	525	710	746	42.0%	5.1%
山河智能	002097.CH	1,061	1,275	1,423	34.1%	11.6%
平均值					72.8%	-4.9%
中值					69.5%	0.9%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

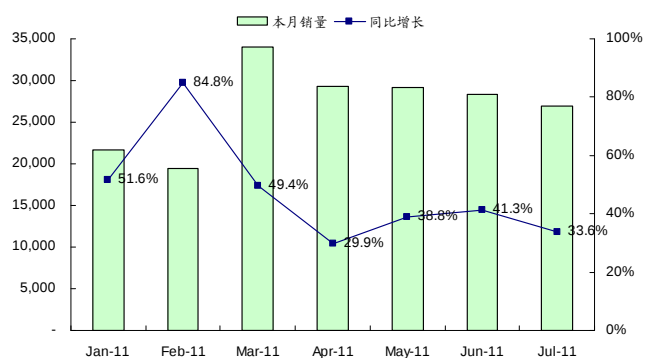
图表 9: 二季度经营现金流多数转正

经营活动现金流 (百万元)	股票代码	1Q11	2Q11	1H11
三一重工	600031.CH	-3,405	3,656	251
中联重科	000157.CH	-1,298	1,765	467
柳工	000528.CH	-1,394	78	-1,316
山推股份	000680.CH	-326	-711	-1,037
厦工股份	600815.CH	-775	56	-719
安徽合力	600761.CH	53	158	211
山河智能	002097.CH	-565	380	-185

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

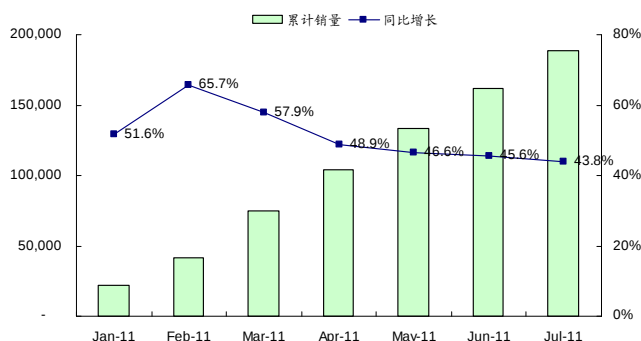
- 2) 叉车和平地机 7 月份销售数据: 1) 叉车 7 月份销量同比增长 33.6%, 增速较 6 月份下降 7.7 个百分点, 1-7 月累计销量同比增长 43.8%, 较 1-6 月增速下降 1.8 个百分点; 2) 平地机 7 月份销量同比下降 3.9%, 增速较 6 月份下降 29.7 个百分点, 1-7 月累计销量同比增长 21.8%, 较 1-6 月增速下降 3.4 个百分点。

图表 10: 叉车单月销量及同比增长(2011 年 1-7 月)



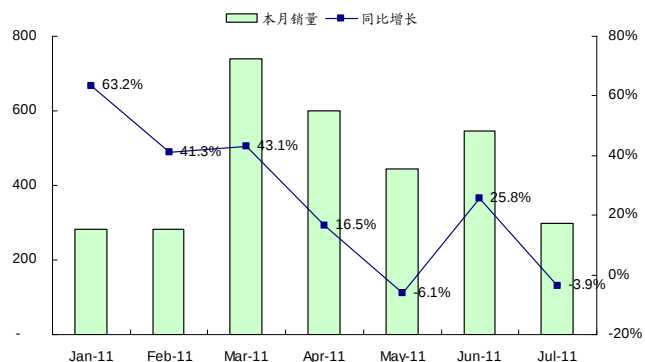
资料来源: CCMA, 21-sun, 中金公司研究部

图表 11: 叉车累计销量及同比增长(2011 年 1-7 月)



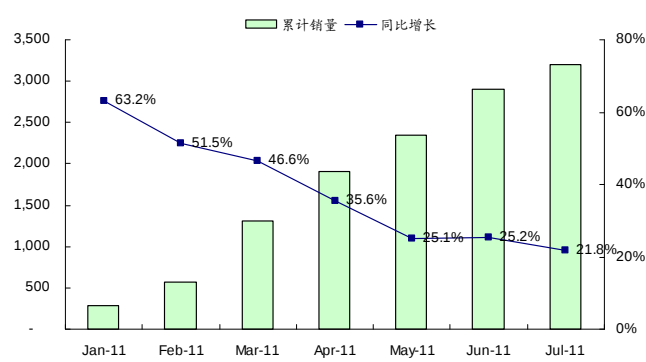
资料来源: CCMA, 21-sun, 中金公司研究部

图表 12: 平地机单月销量及同比增长(2011 年 1-7 月)



资料来源: CCMA, 21-sun, 中金公司研究部

图表 13: 平地机累计销量及同比增长(2011 年 1-7 月)



资料来源: CCMA, 21-sun, 中金公司研究部

投资建议：

工程机械 2011 年平均 PE 估值为 11.2 倍，我们仍维持全年 15% 以上增长的判断，建议投资者逢低介入业绩有保障、资金实力雄厚、综合竞争力较强的行业龙头公司；轨道交通装备板块 2011 年平均 PE 估值为 11.3 倍，行业发展面临不确定性，建议投资者等待形势明朗后再做判断；煤炭机械 A 股郑煤机 2011 年 PE 估值为 17.1 倍，建议逢低介入，H 股三一国际和国际煤机 2011 年 PE 分别为 21.1 和 16.9 倍，建议继续持有。

上周行业新闻回顾：

【工程机械】工程机械租赁业目前处在复杂的特殊市场。调查显示，今年七月中旬以来，哈尔滨的路桥建设、商品房建设、高铁建设、地铁建设等市场，由于宏观调控以及季节性的原因，出现近几年来少有的大幅收缩，在租赁市场排队等活的工程机械设备不断增多。进入秋季的哈尔滨工程机械市场，在全国最先感受到凉意。哈尔滨工程机械租赁市场的参与者，十分关注宏观经济形势的走势，对国家保障房建设工程、水利建设工程普遍心有期待。在南京、上海工程机械租赁市场形势要好于哈尔滨。尤其是南京地铁建设、高铁建设、城市建设尚开工十足。来自安徽的三一挖掘机手金师傅和承包高铁南京南站商业地产开发土方工程的刘经理，对南京工程机械租赁市场仍然看好，一致表示没有感到秋的凉意。而在上海的青浦区，同样是来自安徽、旗下有多台挖掘机的张经理，自去年下半年就已感到了工程机械租赁市场的凉风频频袭来。据其介绍，国家加大了宏观调控的力度，加之世博会圆满闭幕，上海的建设速度明显放慢。如果以半年为一个观察时段，今年上半年不如去年下半年，去年下半年不如上半年，至于今后的租赁市场情况如何？张经理表示今年剩下的时间，上海工程机械租赁市场难见大起色。（中华机械网，2011-08-25）

【煤炭机械】煤炭机械有望步入黄金五年 多因素促需求。煤炭行业的资本支出主要取决于市场对煤炭未来需求的预期，而前者直接带动了煤炭机械的需求。据悉，“十二五”末我国煤炭产量将达 45 亿吨，产能将达到 60 亿吨，煤机采机械化率到 2015 年将至少达到 75%，这是煤机行业保持高速增长的政策契机。按照目前每吨煤炭 25% 的设备需求量计算，煤机制造业产值将超过 1200 亿元，煤机制造行业在 4、5 年内将持续发展，且设备更新换代在未来几年也将进入高峰。这为煤炭机械未来的增长奠定了坚实的基础。随着山西、内蒙、山东、贵州等煤矿大省的煤企整合重组，煤机的应用将更加广泛，此前不具备机械化采煤条件的矿井由于规模的扩大也可以使用煤机，煤机需求将更上一层楼。（慧聪工程机械网，2011-09-01）

【农业机械】农业机械化发展系列规划 将陆续出台。记者昨日获悉，农业部最新出台的《全国农业和农村经济发展“十二五”规划》，提出扩大农机装备总量，并明确未来五年发展目标。此外，包括《农业科技发展“十二五”规划》、《全国农业机械化发展第十二个五年发展规划》、《全国农业机械化技术推广“十二五”规划》等在内的一系列促进农业机械化发展的规划将会陆续出台。农业部昨日发布《全国农业和农村经济发展“十二五”规划》，提出扩大农机装备总量，优化农机装备结构。加快突破水稻栽插和玉米收获等薄弱环节制约，加速实现粮食生产全程机械化。规划还明确了未来五年的发展目标，到 2015 年，农业机械总动力达到 10 亿千瓦，农作物耕种收综合机械化水平达到 60% 左右。这也就意味着未来五年，农业机械总动力年均增长率将达 1.68%，而综合机械化水平也将比现在提高 8%。此外，农业机械化推进工程也成为“十二五”期间农业部重点开展的十大工程之一。规划提出，支持农民、农民专业合作社购置大型复式和高性能农具，支持适宜地区购置中小型先进适用农具，改善农机化技术推广、农机安全监理、农机试验鉴定等公共服务机构条件，建设国家和区域农机化科技创新中心，加强农业航空站和农航作业起降点基础设施建设。而在政策方面，规划提出，加大农业补贴补助力度，研究建立高耗能老旧农业机械报废制度，探索实施报废更新补助。（上海证券报，2011-09-02）

【农业机械】“十二五”我国将建成农机化技术推广体系。农业部副部长张桃林在全国农机化技术推广会议上表示，“十二五”期间将以基层农机化技术推广机构为重点，建立起机构健全、责任明确、运行高效、服务到位、支撑有力、充满活力的适应现代农业发展需要的农机化技术推广体系。截至 2010 年底，全国共有县以上农机化技术推广机构 2554 个，乡镇独立设置的推广机构 6462 个，占乡镇机构总数的 21.5%。张桃林说，当前农机化技术推广工作还存在一些不足和薄弱环节。一些地方的基层推广机构设施简陋，在全国 9000 多个乡级农机推广机构中，52.1% 的机构没有电话，85.9% 的机构没有培训教室，95.9% 的机构没有基本检测仪器设备，80.3% 的机构没有示范样机。由于投入严重不足，农机化技术推广工作经费匮乏的问题比较突出，据农业部农机化司的调查统计，县以下推广机构中财政全额拨款的仅占 76.3%；在财政全额拨款的这些机构中，财政仅保证人员经费的机构占 52.7%，超过一半的基层农机化推广机构没有推广工作经费的支持。（证券时报，2011-09-02）

【农业机械】填补“召回”空白 农机业欲效仿家电以旧换新。近日，工信部在官网发布《农机工业发展政策》（以下简称“农机政策”）全文，除提出推动产业结构调整及企业兼并重组，并强调发展核心技术等内容外，值得注意的是，该发展政策提出建立农机召回制度。对于因设计或制造方面的原因存在缺陷，不符合有关法规、标准，有可能导致安全及环保问题的农机实行产品召回制度。此外，积极开展老旧农机回收再制造工作也被首次提及，政策称，要推进拖拉机、联合收割机等农机回收再制造试点工作，研究出台相关鼓励扶持政策。对此，农业机械工业协会相

关人士在接受《证券日报》采访时称,上述两项政策在过往基本属于空白,而此两项政策的明确规定,也有利于行业的有序发展:“老旧农机要编制详细的目录,完善回收工作,以杜绝市场中的以旧翻新行为,使机械的操作安全等要素得以保障。”上述人士称。(证券日报,2011-09-01)

上周公司动态:

【三一重工】“三一重工”落户黑龙江西安区 计划投资 1.5 亿元。8 月 29 日下午,三一重工股份有限公司与黑龙江省牡丹江市西安区政府正式签约,这标志着计划投资 1.5 亿元的三一工程机械整机及零部件再制造基地项目将入驻西安区。记者从签约仪式上获悉,三一工程机械整机及零部件再制造基地项目总投资 1.5 亿元人民币,以“前店后厂”的模式建设集销售、售后服务与工程机械整机组装为一体的再制造中心。该项目实施完成后,年销售各类工程机械将达到 300 台以上,再制造各类工程机械 250 台,销售收入将超过 5 亿元,上缴税收在 500 万元以上。该项目的落户,将推动西安区的机械加工配套产业发展,对西安区乃至牡丹江市的发展带来观念性的更新和全局性的推动。(东北网,2011-09-01)

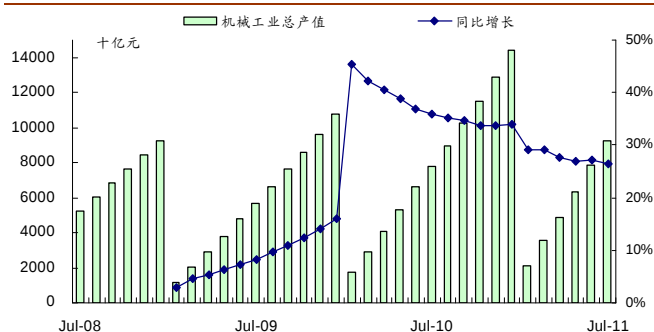
【中联重科】中联重科投建江阴华东工业园。昨日,中联重科与江阴市政府在南京成功签约华东工业园项目投资协议。中联重科江阴华东工业园定位为中联重科华东地区销售产品的生产基地和公司出口产品生产基地,主要生产公司具有自主知识产权的全系列工程机械产品(如建筑起重机械、中大型液压挖掘机、城市环卫装备等)。该工业园落户于江苏省江阴市临港新城新材料产业园内,项目建设用地 1500 亩,工程项目达年产值约 400 亿元、年利税总额超 65 亿元。中联重科 2008 年底在江阴市璜土镇投资建设塔机项目,2009 年 5 月投产。两年多来,江阴市政府积极服务,使中联专注于技术、市场和生产经营,企业销售从 2009 年的 3000 万元,发展到 2010 年的 3 亿元,2011 年将扩张到 20 亿元以上,税收贡献超亿元的跨越式发展。此次中联重科落户江阴,是看中了江阴区域优势、产业优势以及政府投资环境和服务优势。(上海证券报,2011-09-01)

【山河智能】山河智能产品结构偏向中大挖机。以小挖机驰骋“江湖”多年的湖南山河智能有限公司,已经悄然转向。日前,山河智能中标湖南防汛抗旱项目发车仪式隆重举行,22 台山河智能 SWE210 中型挖掘机整装待发,该批挖掘机总价值约 2000 万元。“我们将对产品结构进行调整,从主打小挖机转型至中大挖机的生产。”山河智能董秘蔡光云在现场接受采访时表示。在山河智能的产品结构中,小挖机占比曾经高达 90%。作为主要出口欧美的工程机械产品,受到欧美经济不景气影响较大。此后,山河智能进行了战略调整,将中大挖机作为主攻产品,力争 2015 年实现中大挖机年销售量突破 5000 台。据统计,全国挖掘机行业自 2011 年 5 月以来连续第三个月出现负增长,对此蔡光云坦陈与政府主导的基本建设放缓直接相关,但时至 7 月,增速放缓的趋势已经得到扭转,行业整体增长趋稳。(中国工业报,2011-09-01)

【山推股份】山推配件 1-7 月出口创汇破亿元。今年 1-7 月山推进出口配件公司完成发货突破亿元,超过 2010 年全年出口配件销售总收入。7 月份,公司配件出口单月发货首次突破 300 万美元,配件出口量创历史新高。上半年,山推进出口公司在满足山推主机海外市场的配件支持前提下,积极开发国外品牌的主机配套业务,巩固并发展与国外知名企业,如 VOLVO,BEML,HEPCO 等公司的配套合作。不断致力于底盘件销售渠道的开发,扩大山推底盘件的国际市场份额,使配件出口成为山推海外销售增长的一大亮点。(中国工业报,2011-09-01)

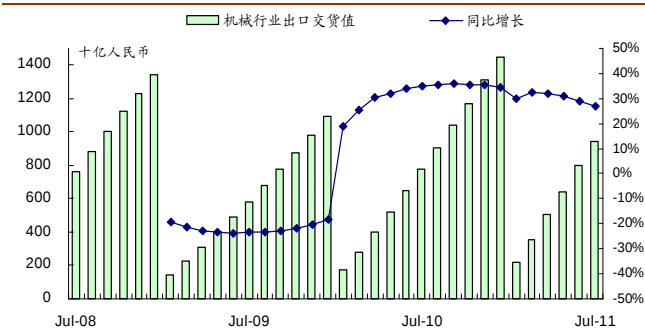
【三一国际】三一国际销售全年料增 40%。三一重装国际(631.HK)总裁周万春表示,第三季定单情况理想,料今年全年销售将增长 30%至 40%。周万春表示现时主要集中精力发展内地市场,用 3 至 5 年来准备拓展海外市场,目标未来海外市场占总收入会由现时的 2.5%增加至 20%。公司上半年整体毛利率增 0.3 个百分点,因大中型掘进机系列产品销售强劲,以及掘进机单价提升约 9%。周万春预料,毛利率随着新产品出台会续有提升空间。未来将继续扩充产能,即将完成位于沈阳经济技术开发区新产区,而太原工业园亦于本月动工,预期约两年。新工业园区已有三幢新厂房建成,料明年将会完成建设工作,令联合采煤机组产能得到释放。6 月底产能约为 40 亿元人民币,预计明年底产能将增至 70 亿元。(星岛日报,2011-08-31)

图表 14：机械行业总产值



资料来源：中国机械工业联合会，中金公司研究部

图表 15：机械行业出口交货值



资料来源：中国机械工业联合会，中金公司研究部

图表 16：机械各子行业产值及增速

亿人民币	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
累计产值	386	665	825	1,053	1,341	1,582
增速	30%	30%	34%	34%	34%	34%
农业机械	228	354	491	617	756	876
增速	26%	26%	26%	24%	23%	23%
工程机械	784	1,366	1,986	2,590	3,124	3,554
增速	58%	59%	52%	49%	43%	40%
仪器仪表	702	1,155	1,615	2,093	2,680	3,186
增速	29%	30%	29%	29%	30%	29%
文化办公设备	244	419	599	674	825	966
增速	21%	23%	21%	14%	13%	14%
石化通用	1,747	2,896	4,076	5,367	6,856	8,099
增速	35%	33%	32%	31%	33%	31%
重型矿山	1,041	1,729	2,427	3,142	4,011	4,736
增速	29%	28%	27%	27%	28%	28%
机床工具	878	1,449	2,017	2,652	3,373	3,999
增速	39%	39%	37%	37%	37%	37%
电工电器	5,300	8,859	12,390	16,137	20,372	24,025
增速	32%	33%	32%	31%	31%	30%
机械基础件	1,731	2,903	4,068	5,263	6,607	7,810
增速	36%	34%	33%	32%	31%	31%
食品包装机械	69	114	161	212	273	326
增速	29%	29%	31%	31%	33%	34%
汽车行业	7,070	11,365	15,508	19,366	23,618	27,340
增速	19%	19%	17%	15%	15%	15%
其他民用机械	1,269	2,114	2,980	3,916	4,987	5,889
增速	47%	47%	46%	45%	45%	43%

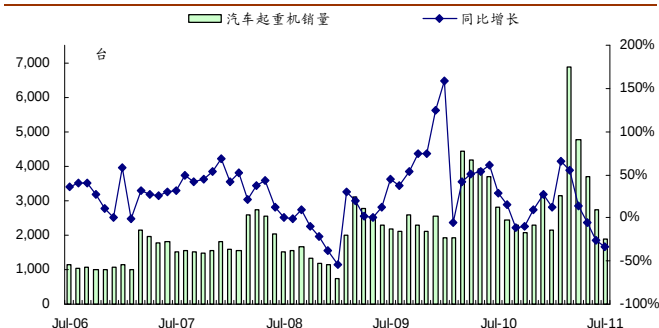
资料来源：中国机械工业联合会，中金公司研究部

图表 17：机械各子行业出口交货值及增速

亿人民币	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
出口交货	32	49	67	86	104	121
增速	16%	12%	13%	14%	10%	12%
农业机械	14	23	32	41	50	59
增速	42%	50%	46%	45%	42%	39%
工程机械	27	47	65	104	131	157
增速	57%	51%	48%	66%	61%	65%
仪器仪表	129	209	302	388	497	592
增速	15%	19%	21%	19%	20%	16%
文化办公设备	193	312	452	514	628	733
增速	23%	19%	21%	15%	13%	10%
石化通用	177	284	410	538	684	809
增速	27%	24%	27%	27%	29%	26%
重型矿山	69	114	163	214	271	326
增速	2%	-2%	2%	5%	11%	12%
机床工具	56	91	123	158	199	230
增速	37%	30%	26%	22%	23%	21%
电工电器	791	1,306	1,835	2,334	2,876	3,380
增速	34%	38%	36%	32%	29%	27%
机械基础件	166	264	368	484	607	703
增速	26%	25%	25%	26%	25%	20%
食品包装机械	6	10	15	25	34	40
增速	27%	23%	17%	46%	63%	60%
汽车行业	360	580	814	1,073	1,308	1,566
增速	28%	29%	27%	30%	28%	28%
其他民用机械	163	261	380	486	601	695
增速	118%	109%	113%	99%	88%	77%

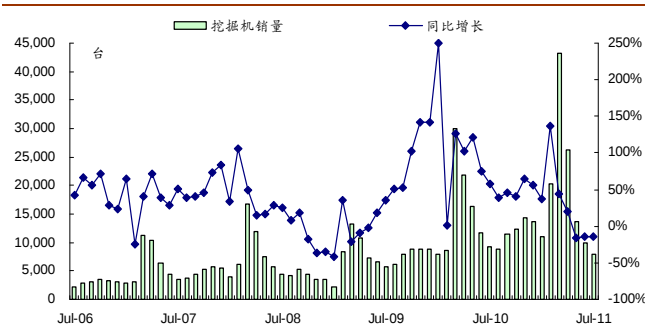
资料来源：中国机械工业联合会，中金公司研究部

图表 18：汽车式起重机月度销量



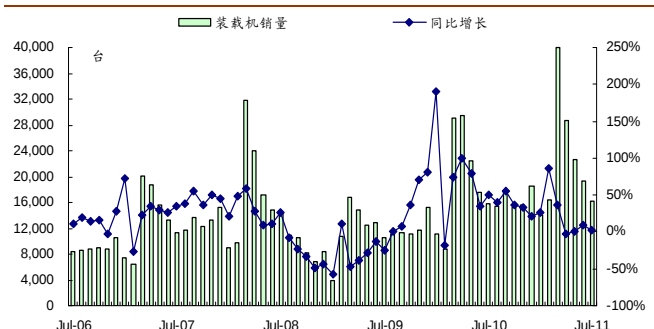
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 19：挖掘机月度销量



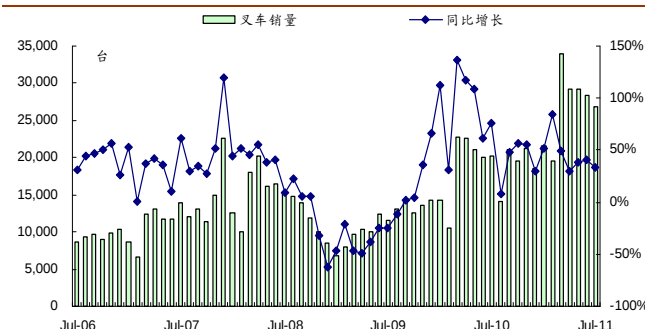
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 20：装载机月度销量



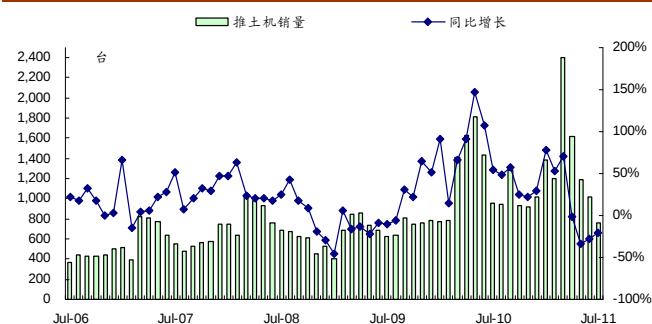
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 21：叉车月度销量



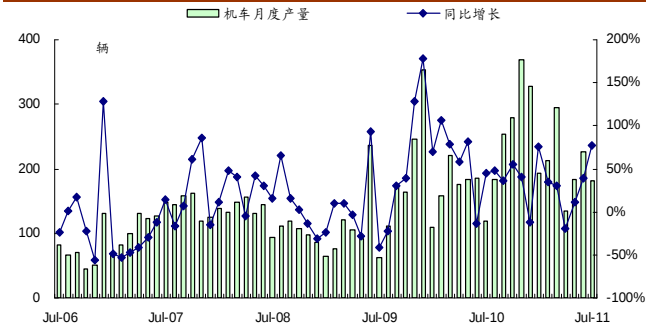
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 22：推土机月度销量



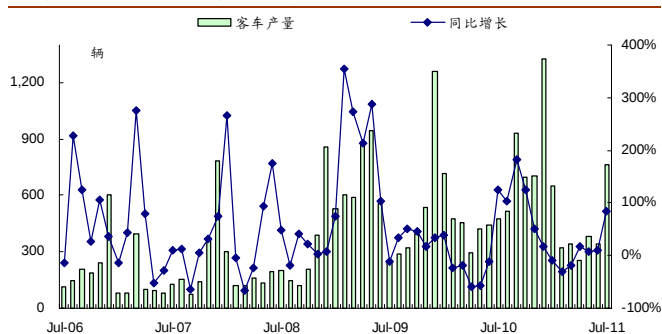
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 23：铁路机车月度产量



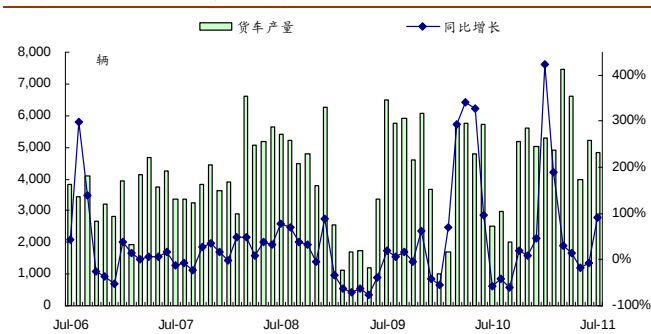
资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 24：铁路客车月度产量



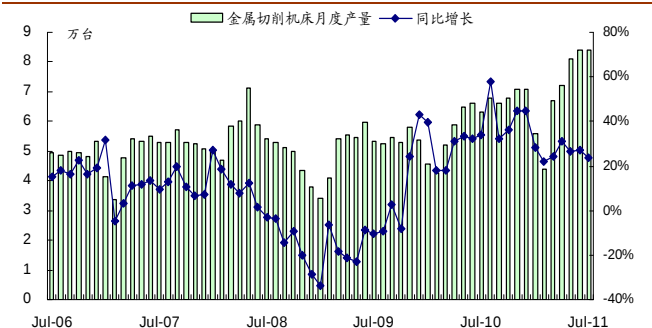
资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 25：铁路货车月度产量



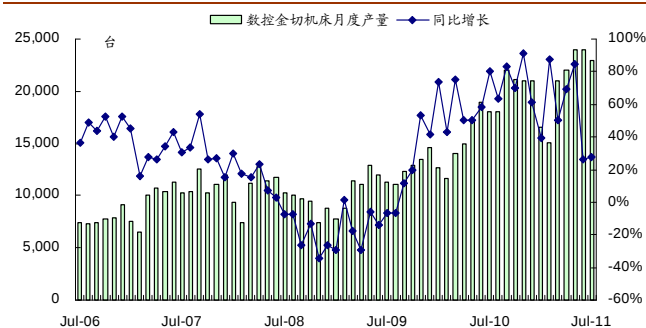
资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 26：金属切削机床月度产量



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 27：数控机床月度产量



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 28: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 2011-9-5	市值 (百万美元)	EPS			PE			PB		
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
工程机械													
三一重工	600031.SH	RMB	15.8	18,766	0.74	1.25	1.71	21.3	12.6	9.2	10.6	6.6	4.4
中联重科-A	000157.SZ	RMB	10.2	12,360	0.61	0.97	1.22	16.8	10.5	8.3	2.9	2.3	1.9
中联重科-H	1157.HK	HKD	12.7	12,360	0.72	1.20	1.51	17.6	10.6	8.4	3.0	2.4	1.9
柳工	000528.SZ	RMB	17.4	3,073	1.37	1.70	2.18	12.7	10.3	8.0	2.3	1.9	1.6
龙工*	3339.HK	HKD	3.0	1,665	0.49	0.52	0.59	6.2	5.8	5.1	2.1	1.5	1.3
山推股份*	000680.SZ	RMB	13.4	1,595	1.11	1.45	1.91	12.1	9.2	7.0	2.5	2.1	1.7
厦工股份*	600815.SH	RMB	13.4	1,634	0.79	1.10	1.41	17.0	12.2	9.5	3.3	2.7	2.2
山河智能	002097.SZ	RMB	11.5	754	0.48	0.68	0.86	23.7	16.9	13.3	3.1	2.7	2.3
安徽合力	600761.SH	RMB	13.3	894	0.85	1.04	1.32	15.8	12.8	10.1	2.3	2.0	1.7
平均值								15.9	11.2	8.8	3.6	2.7	2.1
中值								16.8	10.6	8.4	2.9	2.3	1.9
煤炭机械													
天地科技*	600582.SH	RMB	19.6	3,102	0.84	1.01	1.28	23.2	19.3	15.3	6.0	3.8	3.0
郑煤机	601717.SH	RMB	29.3	3,211	1.26	1.71	2.21	23.2	17.1	13.2	4.1	3.4	2.8
三一国际	0631.HK	HKD	7.4	2,956	0.26	0.35	0.46	28.9	21.1	16.1	4.1	3.4	3.0
国际煤机	1683.HK	HKD	7.8	1,297	0.32	0.46	0.59	24.2	16.9	13.2	3.0	2.6	2.2
山东矿机*	002526.SZ	RMB	24.8	1,038	0.51	0.75	1.24	48.8	33.2	20.0	3.6	3.2	2.8
林州重机*	002535.SZ	RMB	15.7	1,007	0.25	0.49	0.84	62.2	32.0	18.7	14.3	3.3	2.8
ERA*	8043.HK	HKD	0.5	354	0.02	0.05	0.06	20.4	10.5	8.0	2.3	1.8	1.5
尤洛卡*	300099.SZ	RMB	31.9	515	0.60	1.06	1.49	52.9	30.0	21.4	5.0	3.1	2.6
平均值								35.5	22.5	15.7	5.3	3.1	2.6
中值								26.5	20.2	15.7	4.1	3.3	2.8
铁路设备													
中国南车	601766.SH	RMB	4.8	8,488	0.21	0.34	0.44	22.5	14.3	11.0	3.0	2.4	1.9
中国南车-H	1766.HK	HKD	4.2	8,488	0.25	0.42	0.54	16.5	10.1	7.8	2.2	1.7	1.4
中国北车	601299.SH	RMB	4.4	5,758	0.23	0.35	0.45	19.3	12.8	9.8	1.6	1.5	1.3
南车时代*	3898.HK	HKD	17.4	2,427	0.94	1.53	1.76	18.6	11.4	9.9	3.6	2.8	2.4
赛晶电子*	580.HK	HKD	0.7	123	0.03	0.09	0.13	21.4	7.7	5.4	1.0	0.8	0.7
平均值								19.7	11.3	8.8	2.3	1.8	1.5
中值								19.3	11.4	9.8	2.2	1.7	1.4
整体平均值								27.4	14.7	10.9	3.9	2.7	2.2
整体中值								20.4	12.6	9.8	3.0	2.4	1.9

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: *公司我们没有覆盖, 采用市场一致预期; 基于法律或公司政策原因, 我们暂时不对中国南车、中国北车进行评论, 其相关数据均采用市场一致预期

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司或其关联机构为中联重科提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED